

强需求和高 ROI 支撑北美云厂长期投入，云厂产业链价值扩张——北美云厂商资本开支与 AI 应用专题报告

投资要点

- 北美四大科技巨头资本开支长期投入预期仍积极，但考虑到现金流恶化和长期负债增加，预计 27 年投入增速下降。
- 北美四大科技巨头资本开支周期仍处于爬坡阶段，全年资本开支指引继续上调或维持高位，长期投入预期仍积极。2026Q2 四家科技巨头资本开支总计为 1712.32 亿美元（含融资租赁），同比增长 78.66%，高于彭博一致预期 1.1%。
 - 亚马逊：26Q2 包含融资租赁的资本开支为 542.08 亿美元，同比增长 68.4%。公司将 2026 年现金资本开支预期由约 2000 亿美元上调至约 2200 亿美元。
 - 微软：26Q2（FY2026Q4）包含融资租赁的资本开支为 410 亿美元，同比增长 69.4%。公司预计 FY27 资本开支继续同比增长，FY2027Q1 资本开支将超过 500 亿美元。
 - 谷歌：26Q2 不含融资租赁的资本开支为 449.24 亿美元，同比增长 100.1%。公司将 2026 年全年资本开支预期进一步上调至 1950-2050 亿美元。
 - Meta：26Q2 含融资租赁的资本开支为 311 亿美元，同比增长 82.8%。公司将 2026 年资本开支指引由 1250-1450 亿美元收窄至 1300-1450 亿美元。
- 高强度资本开支的落脚点在以云业务为核心的 2B 产品与服务、2C 新产品和 AI 赋能核心主业上。
 - 1、北美云厂商受益于 AI 对需求的提振，云业务营收增长继续加速：2026Q2，北美三大云厂商（Google、微软、亚马逊）云业务营收达到 1063.06 亿美元，同比增长 42.93%，高于彭博一致预期 5.0%；同比增速环比提升 7.76pct。
 - 2、AI 应用仍处于快速渗透期，2C 侧由独立 App 和产品内 AI 助手带动用户、活跃度与付费增长，2B 侧 MaaS、Agent 和 AI 工具加快规模化落地，同时 AI 继续赋能搜索、广告、电商、推荐及开发者工具等核心业务。
 - 2C 新产品：2C 产品主要体现为独立的以 chatbot 形态为主的 APP，和嵌入在原产品中的 AI 助手，如 Google Gemini、Amazon Rufus、微软 Copilot 等。
 - 2B 赋能企业，AI 带来云业务价值链向下游延伸：云厂商的 MaaS 服务规模化落地，带动基础软件、Agent 的增长。如 Google Gemini Enterprise、Amazon Bedrock、Microsoft Azure AI 等均开始覆盖大型客户；其中 Azure AI Foundry 付费客户突破 10 万家，年收入同比翻倍；年化万亿 token 级客户数量同比增长 4 倍；AWS Bedrock 客户达数十万家，过去 6 个月新增客户超过上线前两年总和。
 - 赋能核心主业：AI 通过更好的推荐系统提高用户和留存，提高电商的成交和广告的转化率。
- 核心主业和云业务强大的现金造血能力是资本开支的保障。

Google、微软、亚马逊自由现金流 26Q2 同比减少，主要系目前行业处于资本开支增速快于收入增速阶段，现金流和损益表承压；待到收入增速超过资本开支增速阶段，云厂将会迎来现金流改善、盈利能力提升。

现阶段北美云厂主要靠核心业务和具备高盈利能力的云业务保障持续的资本开支投入：AWS 和微软智能云的经营利润率在 40% 附近，Google 云随着规模效应的释放其经营利润率逐季提升，26Q2 其经营利润率再创新高，达到 35.6%。
- 风险提示：产业竞争加剧、AI 应用商业化落地不及预期、翻译偏差风险。

行业评级：看好(维持)

分析师：徐紫薇
 执业证书号：S1230524120005
 xuziwei@stocke.com.cn

相关报告

- 1 《AI Infra 研究专题 1：溯源中美云厂盈利差，AI 时代共迎新机遇》 2026.07.27
- 2 《世界模型渐成共识，行业从“多模态生成”走向“可交互工作流”》 2026.06.13
- 3 《AI 驱动北美云厂资本开支快速上行，云业务仍处于投入期》 2026.05.09

正文目录

1 资本开支：北美云厂资本开支仍处于上升周期，预计 26 年 4 大北美科技巨头资本支出合计达 7475 亿美元	4
1.1 亚马逊：2026 年第二季度资本开支为 542.08 亿美元，2026 年将超过 2200 亿美元	4
1.2 微软：FY27 资本支出继续增加，更多数据中心租赁转为经营租赁	5
1.3 谷歌：2026 年第二季度资本开支达到 449.24 亿美元，同比增长 100.1%	6
1.4 Meta：2026 年第二季度资本开支达 311 亿美元，同比增长 82.8%	6
2 资本开支落脚点：以云服务为核心的 2B 产品与服务、2C 新产品、赋能核心业务	7
2.1 云业务收入加速增长：26Q2 同比增长 42.93%，增速环比提升 7.76pct	8
2.2 自研芯片成为北美云厂共识，Amazon 和 Google 自研芯片已开始规模化外供	8
2.3 AI 应用进展：创造新产品+赋能核心主业	9
2.4 核心主业和云业务强大的现金造血能力是资本开支的保障	12
3 风险提示	17

图表目录

图 1: 北美云厂商资本开支增长提速 (单位: 百万美元)	4
图 2: Amazon capex 单季度变化趋势 (百万美元)	5
图 3: 微软 Capex 单季度变化趋势 (百万美元)	5
图 4: 谷歌 capex 单季度变化趋势 (百万美元)	6
图 5: Meta capex 单季度变化趋势 (百万美元)	7
图 6: 北美云厂商云业务增长环比提速	8
图 7: 微软公司自由现金流增量 (单位: 百万美元)	13
图 8: 亚马逊公司自由现金流增量 (单位: 百万美元)	13
图 9: 谷歌公司自由现金流增量 (单位: 百万美元)	13
图 10: Meta 公司自由现金流增量 (单位: 百万美元)	13
图 11: 北美云厂商云业务经营利润率高	14
图 12: 北美云厂商资本开支占自由现金流比率	15
图 13: 北美云厂商股价走势图 (2025 年 8 月-2026 年 8 月)	15
图 14: 微软边际 ROI 变化	16
图 15: 亚马逊公司边际 ROI 变化	16
图 16: 谷歌公司边际 ROI 变化	16
图 17: Meta 公司边际 ROI 变化	16
表 1: 三大科技巨头 AI 2C 产品用户规模及活跃度	10
表 2: 三大科技巨头 AI 2B 产品进展	10
表 3: 三大科技巨头 AI 赋能核心业务 (广告/电商) 成效显著	11
表 4: 北美云厂商盈利预测与估值 (单位: 百万元)	16

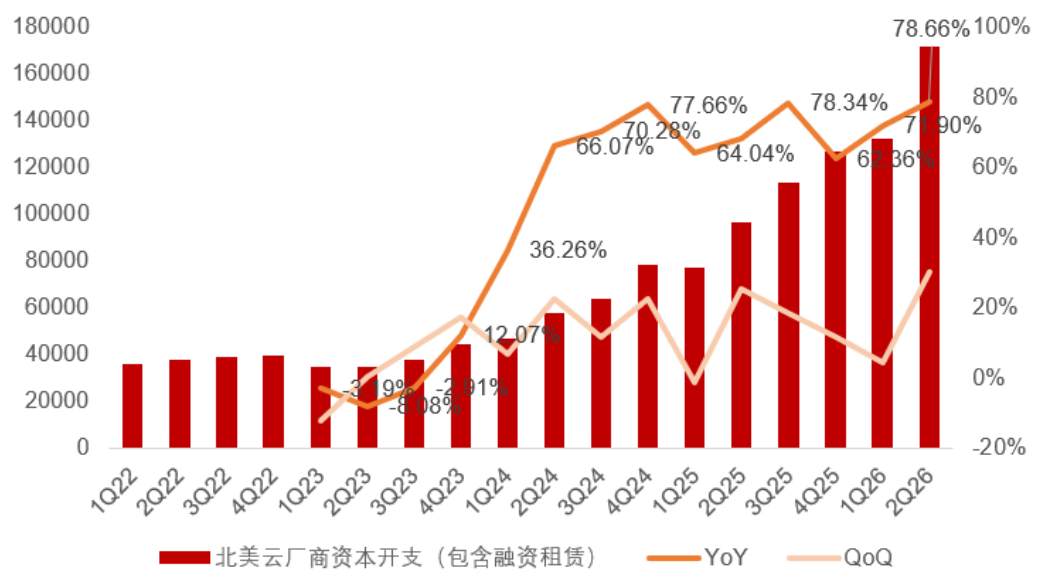
1 资本开支：北美云厂商资本开支仍处于上升周期，预计 26 年 4 大北美科技巨头资本支出合计达 7475 亿美元

北美四大科技巨头 26Q2 财报已相继披露，资本开支继 26Q1 的高位继续上涨，超市场预期，反映出科技大厂商在 AI 基础设施持续大幅扩张的意愿。

2026Q2 四家科技巨头资本开支总计为 1712.32 亿美元（含融资租赁），同比增长 78.66%，高于彭博一致预期 1.1%。

北美四大科技巨头 2022-2025 年合计资本开支（包含融资租赁）的复合年均增长率 CAGR 为 39.97%，增速稳中向好。

图1：北美云厂商资本开支增长提速（单位：百万美元）



资料来源：各公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

1.1 亚马逊：2026 年第二季度资本开支为 542.08 亿美元，2026 年将超过 2200 亿美元

亚马逊公司 26Q2 包含融资租赁的资本开支为 542.08 亿美元，同比增长 68.4%，低于彭博一致性预期 9.7%。公司 25 年包含融资租赁的资本开支达到 1310.55 亿美元，同比增长达到 68.76%，并且预计 26 年资本开支将达到 2200 亿美元，同比增长 67.87%。亚马逊在 26Q2 电话会中将 2026 年现金资本开支预期由约 2000 亿美元上调至约 2200 亿美元，主要由于存储器成本上涨。即使按照这一投入规模，公司预计 2026 年仍无法满足全部产能需求，且供不应求的状态或延续至 2027 年；公司仍在按计划扩充基础设施，预计到 2027 年底电力容量将较 2025 年翻倍，2027 年新增产能中的大部分已基本被预订，部分 2028 年产能亦已获得预订。

图2: Amazon capex 单季度变化趋势 (百万美元)



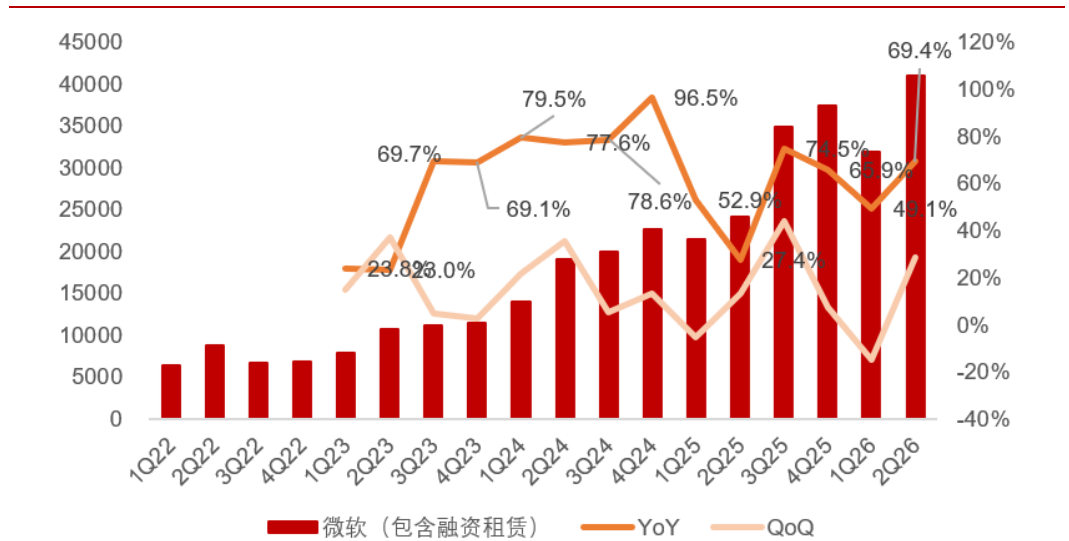
资料来源: 亚马逊公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

1.2 微软: FY27 资本支出继续增加, 更多数据中心租赁转为经营租赁

公司 26Q2 (FY2026Q4) 包含融资租赁的资本开支为 410 亿美元, 同比增长 69.4%, 低于彭博一致性预期 2.5%, 其中约三分之二投向 GPU、CPU 等短寿命资产。本季度融资租赁 56 亿美元, 主要用于大型数据中心场地。展望后续, 公司预计 FY27 资本开支将继续同比增长, FY2027Q1 资本开支将超过 500 亿美元。由于公司自 FY27 起将数据中心及办公建筑的预计使用寿命由 15 年延长至 25 年, 未来更多数据中心租赁将由融资租赁转为经营租赁, 而经营租赁不计入资本开支, 因此 **CY2026 资本开支口径调整至约 1750 亿美元**; 公司强调, 该变化主要源于租赁会计分类调整, 底层投资计划并未改变 (CY2026 年资本投入 1900 亿美元)。

需求侧, Azure 客户需求仍超过可用产能, 新增产能上线后迅速实现商业化。26Q2 公司在五大洲新增 31 座数据中心, FY26 全年新增 88 座; 本季度进一步新增 1GW 容量, 并仍计划在两年内将整体基础设施容量扩大约一倍。

图3: 微软 Capex 单季度变化趋势 (百万美元)



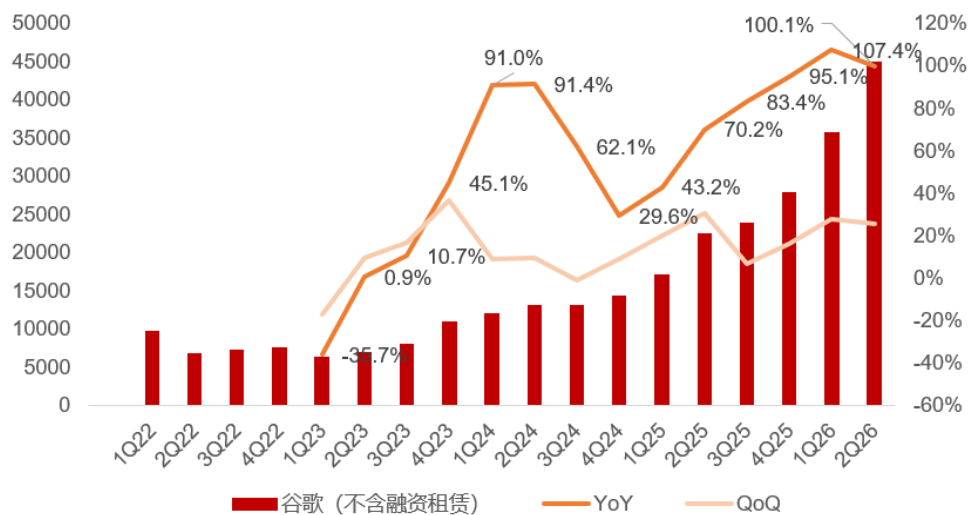
资料来源: 微软公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

1.3 谷歌：2026 年第二季度资本开支达到 449.24 亿美元，同比增长 100.1%

公司 26Q2 不含融资租赁的资本开支为 449.24 亿美元，同比增长 100.1%，低于彭博一致性预期 1.8%。公司 25 年全年资本开支为 914.47 亿美元，较 2024 年同比增长 74.07%。本季度绝大部分资本开支仍投向支持 AI 发展的技术基础设施，其中技术基础设施投资约 60% 用于服务器、40% 用于数据中心及网络设备。根据业绩会指引，公司将 2026 年全年资本开支预期由 1800-1900 亿美元进一步上调至 1950-2050 亿美元，主要由于为满足持续增长的需求而加快产能交付；公司同时重申，2027 年资本开支预计将在 2026 年基础上显著增长。

需求侧，公司表示外部云客户及内部业务的算力需求仍超过现有供给，尽管过去三年已大幅扩充产能，需求增长仍快于新增投资。Google Cloud 积压订单环比增加超过 500 亿美元至 5140 亿美元，主要由企业 AI 产品需求驱动。为缓解短期供给约束，公司计划于 26Q3 扩大第三方算力使用，直至自建产能陆续上线，但将对 Cloud 短期利润率形成一定压力。大幅资本开支及相关折旧、能源和数据中心运营成本亦将继续压制利润率及自由现金流表现。

图4：谷歌 capex 单季度变化趋势（百万美元）

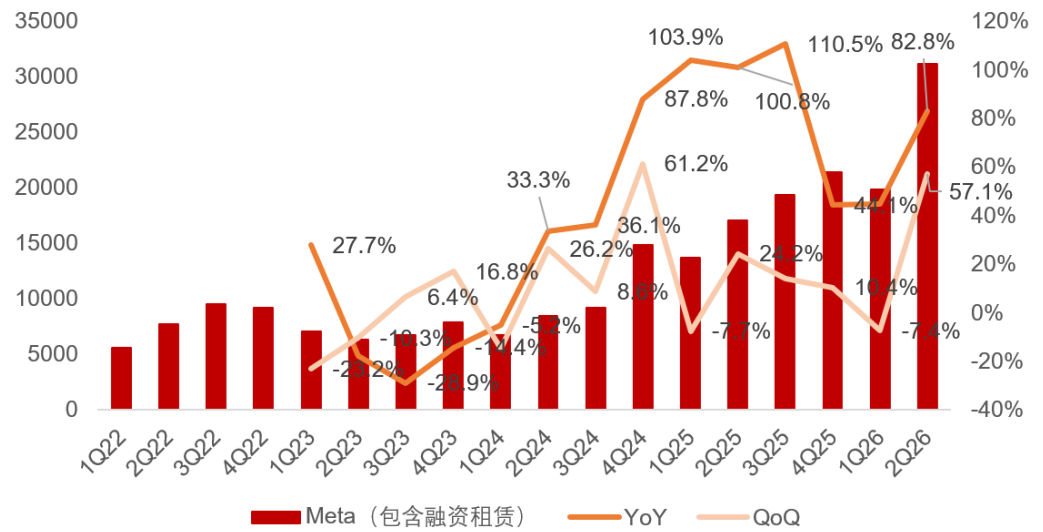


资料来源：谷歌公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

1.4 Meta：2026 年第二季度资本开支达 311 亿美元，同比增长 82.8%

公司 26Q2 含融资租赁的资本开支为 311 亿美元，同比增长 82.8%，低于彭博一致预期 8.1%，2025 年全年共计资本开支达到 714.61 亿美元，本季度资本开支主要投向服务器、数据中心及网络基础设施。根据公司 26Q2 业绩会指引，**Meta 将 2026 年资本开支指引由 1250-1450 亿美元收窄至 1300-1450 亿美元**，主要受组件价格上涨及未来数据中心建设成本增加。产能侧，公司认为 AI 行业基础设施长期建设不足，整体算力供给在可预见未来仍将保持紧张，因此当前投资计划重点是最大化 2026—2027 年可用产能，同时提前铺设数据中心和网络基础，以保留 2028 年及以后灵活扩容的能力。26Q2 公司还宣布与 BlackRock 合作，在美国得克萨斯州建设一座 1GW 数据中心，以补充自有基础设施建设和经营现金流融资。

图5: Meta capex 单季度变化趋势 (百万美元)



资料来源: Meta 公司公告、Bloomberg、浙商证券研究所

2 资本开支落脚点: 以云服务为核心的 2B 产品与服务、2C 新产品、赋能核心业务

北美云厂持续加大资本开支的驱动力来源于:

- 1) **AI 驱动云业务高景气，体现在持续加速增长的云收入和订单上:**其中微软+Google+AWS 积压订单合计已超 1.5 万亿美元，且 26Q2 微软和亚马逊云业务的经营利润率分别高达 40.6%和 39.4%。
- 2) **AI 带来云厂商产业价值链向下游延伸: 云厂商的 MaaS 服务规模化落地，带动基础软件增长。**
 - 微软: Foundry 付费客户突破 10 万家，年收入同比翻倍; 年化万亿 token 级客户数量同比增长 4 倍; 2) 数据库增长: Azure PostgreSQL 收入同比 + 55%，同时使用 Postgres+Foundry 客户增长 80%; Fabric (一体化数据平台) 付费客户超 4 万，同比 + 60%。
 - AWS: Bedrock: 客户达数十万家，过去 6 个月新增客户超过上线前两年总和。
- 3) **科技巨头纷纷看到 AI 带来新产品、赋能核心主业的巨大潜力。短期虽然 AI 应用商业化规模跟庞大的云业务体量不完全匹配，但核心是 目前 AI 应用仍处在指数级增长阶段:**
 - Anthropic 于 2026 年 5 月披露年化收入已超过 470 亿美元，较 2025 年末的 90 亿美元增长超过 4 倍，主要受 Claude 在编程及专业工作场景的需求推动。
 - Meta 在 26Q2 业绩会上披露，端到端 AI 广告解决方案 Advantage+ 的年化收入规模已超过 750 亿美元，较 25Q3 的 600 亿美元增长 25%，占 26Q2 广告年化收入比重为 31.6%。

2.1 云业务收入加速增长：26Q2 同比增长 42.93%，增速环比提升 7.76pct

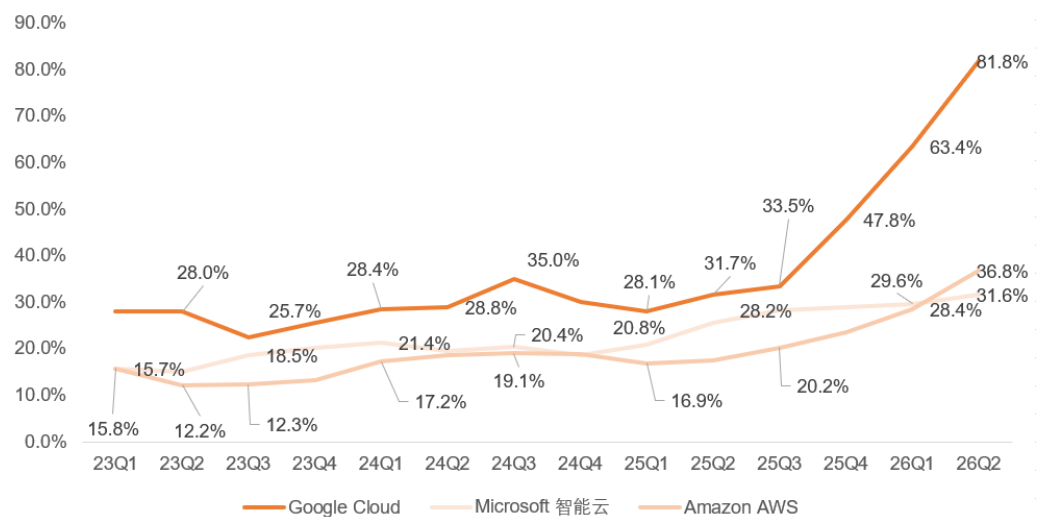
受 AI 基础设施及企业 AI 应用需求拉动，北美三大云厂商云业务收入继续加速。2026Q2，北美三大云厂商（Google、微软、亚马逊）云业务营收达到 1063.06 亿美元，同比增长 42.93%，高于彭博一致预期 5.0%；同比增速环比提升 7.76pct。

26Q2 微软智能云收入为 393.06 亿美元，同比增长 31.6%，高于彭博一致预期 3.0%；其中，Azure 收入同比增长 43%（按固定汇率计算增长 43%），主要受益于 CPU、GPU 利用效率提升，以及新增产能提前交付并迅速实现商业化。公司表示，本季度产能更早交付带动消费释放，但客户需求仍超过可用供给。26Q2 Microsoft Cloud 收入达 593 亿美元，同比增长 27%；包含 OpenAI 在内的商业 RPO 达到 6780 亿美元，同比增长 84%；剔除 OpenAI 后仍增长 25%，且本季度 RPO 环比增量全部来自前沿模型公司之外的客户，显示云需求并非仅由 OpenAI 贡献。公司预计 FY27Q1 Azure 固定汇率收入增速进一步提升至约 45%。

26Q2 谷歌云收入为 247.68 亿美元，同比增长 81.8%，高于彭博一致预期 10.3%。公司表示，收入加速主要由企业 AI 基础设施、企业 AI 解决方案及核心 GCP 业务共同驱动，GCP 增速高于 Google Cloud 整体。本季度 Google 首次确认向客户自有数据中心销售 TPU 系统，但剔除该项收入后，云业务增速仍显著加快。Google Cloud 积压订单环比增加超过 500 亿美元至 5,140 亿美元，主要由企业 AI 产品需求推动，其中略高于 50% 的订单预计将在未来 24 个月内确认为收入。

26Q2 亚马逊 AWS 收入为 422.32 亿美元，同比增长 36.8%，连续第五个季度加速，创近 18 个季度最快增速，高于彭博一致预期 4.1%；AWS ARR 达到 1690 亿美元，AWS 在 26Q2 积压订单达到 4960 亿美元。管理层表示，AI 与传统核心云工作负载均实现强劲增长，并相互带动。Amazon Bedrock 已有数十万客户，过去六个月新增客户数超过上线后前两年的累计新增客户数，26Q2 客户支出超过此前所有季度之和。

图6：北美云厂商云业务增长环比提速



资料来源：各公司公告、浙商证券研究所

2.2 自研芯片成为北美云厂共识，Amazon 和 Google 自研芯片已开始规模化外供

云厂商继续强化全栈 AI 基础设施，自研芯片成为降本、提效和扩容的重要抓手。

- 1) 微软 Maia 200 持续规模化部署，单位性能成本较现有最新一代硬件提升 30%，现已同时支持 OpenAI 及微软自研 MAI 模型；通过芯片与模型协同设计，MAI 模型运行于 Maia 200 时单位功耗性能提升 40%。Cobalt VM 已同时承载微软自有业务及 Adobe、Arm、OpenAI 等外部客户工作负载，预计截至 2026 年 7 月底，Cobalt 200 机架将部署至全球超过 25 座数据中心。
- 2) Google 已于 26Q2 开始向客户自有数据中心交付 TPU 系统，并确认相关收入及合同纳入 Google Cloud 口径；26Q2 确认收入规模较小，预计 2026 年下半年逐步放量，现有 TPU 系统销售协议的绝大部分收入将在 2027 年确认：
 - TPU 8t: 适用高性能训练，算力达上一代 Ironwood 的 3 倍，带宽提升 2 倍。
 - TPU 8i: 适用低成本低延迟推理，每美元性能较上代提升 80%。
 - Axion CPU: 面向 Agent 工作负载优化，单位成本性能较同类产品提升 30%。
- 3) 亚马逊自研芯片业务（Trainium + Graviton）年化收入超 250 亿美元，26Q2 环比增长近 25%；考虑 AWS 等自用全口径 ARR 达 500 亿美元。26Q2，OpenAI 与 Anthropic 仍分别对 Trainium 作出约 2GW 和最高 5GW 的多年期容量承诺，Trainium 亦获得 Uber、Pinterest 及多家 AI 初创企业采用。
 - Trainium（AI 训练/推理芯片）已获得超 2250 亿美元收入承诺；Trainium 2/3 已接近售罄，Trainium4 距大规模上市仍有约 18 个月，已被大量预订。Amazon Bedrock（有超 12.5 万客户）大部分推理负载运行在 Trainium 上。
 - Graviton（CPU）：整体单位成本性能较同类实例提升 30%-40%，覆盖头部 1000 家 EC2 客户中的 98%；Graviton 5 已正式商用，计算性能较 Graviton 4 提升最高 25%，收入承诺环比接近 3 倍，采用速度接近 Graviton 4 同期的 2 倍。

2.3 AI 应用进展：创造新产品+赋能核心主业

AI 应用仍处快速渗透期，2C 侧由独立 App 和产品内 AI 助手带动用户与付费增长，2B 侧云上基础软件产品和服务、Agent 平台和 AI 工具加速落地，同时 AI 继续赋能搜索、广告、电商、推荐和开发者工具等核心业务。26Q2，Google 第一方模型 API 处理量提升至每分钟 220 亿 token 以上；Meta AI 重构并接入 Muse Spark 后，每日与助手互动人数增长 60%。

1、AI 创造新产品，包含 2C 和 2B 两方面：

1) 2C 产品主要体现为独立的以 chatbot 形态为主的 APP，和嵌入在原产品中的 AI 助手。

表1：三大科技巨头 AI 2C 产品用户规模及活跃度

	Google-Gemini	Meta-Meta AI	Microsoft 产品中 AI 功能
25Q3	6.5 亿 MAU 查询量环比 Q2 增长 3 倍	10 亿 MAU	9 亿 MAU 其中 Copilot MAU 1.5 亿；DAU 环比增长 50%
25Q4	7.5 亿 MAU 超过 3.25 亿付费用户 超过 12 万企业使用 Gemini	Meta AI 中生成媒体内容的 DAU 增长在 25Q4 同比增长 2 倍	Copilot DAU 同比增长接近三倍 Microsoft 365 Copilot 付费用户数 1500 万 (yoy160%)
26Q1	消费者 AI 订阅创历史最强季度 超过 3.5 亿付费用户	Meta AI sessions/user 双位数增长 AI 眼镜 DAU 同比增长 3 倍	Microsoft 365 Copilot 付费用户数 2000 万，Copilot queries/user 环比增长近 20% Agent 月活使用量年初至今增长 6 倍
26Q2	9.5 亿 MAU DAU 同比增长三倍 AI Mode 超过 10 亿 MAU	重构 Meta AI 并接入 Muse Spark 后，每日与助手互动的人数增长 60%，且仍保持较快周环比增长	Microsoft 365 Copilot 付费用户超过 3000 万，季度净新增环比翻倍以上 人均对话次数同比接近翻倍 GitHub Copilot 用户达 5000 万

资料来源：Google、Meta、微软公司公告，浙商证券研究所

2) AI 带来云业务价值链向下游延伸：云厂商的基础软件和服务大幅增长。云厂商向企业客户提供 MaaS 服务、Agent，赋能企业 AI 应用，企业 AI 应用由客户导入逐步转向规模化使用。26Q2，Google 近 500 家 Cloud 客户过去一年各处理超 1 万亿 tokens，微软年化 token 处理量达 1 万亿的客户数同比增长至 4 倍，Amazon Bedrock 客户达到数十万家，过去六个月新增客户数超过上线后前两年的累计新增客户数，Kiro 使用量环比增长 3 倍。

表2：三大科技巨头 AI 2B 产品进展

	Google	Amazon	Microsoft
25Q3	Gemini Enterprise: 覆盖 700 家公司中的 200 万订阅者	AI Agent: 合作客户包括爱立信、索尼、Cohere Health (医疗审核) 等；AgentCoreSDK 下载超过 100 万次。	Azure AI Foundry: 合作客户包括 Ralph Lauren (对话式购物)、OpenEvidence (AI 临床助手)、毕马威 (MS Agent Framework) 等。
25Q4	Gemini Enterprise: 覆盖 2800 多家公司中的 800 万订阅者 在 25Q4 处理超过 50 亿次客户交互，同比增长 65%	AgentCore: 开发者用量季度增速超过 150%。	Azure AI Foundry: 超过 1500 客户在 Foundry 上使用 Anthropic 和 OpenAI 的模型；在 Foundry 上季度支出超过 100 万美元的客户增长了 80%，超过 250 客户在 Foundry 上处理超过万亿 tokens。 Microsoft Fabric: ARR 超过 20 亿美元，客户超过 3.1 万，收入同比增速超过 60%
26Q1	Gemini Enterprise: 付费 MAU 环比增长 40% 330 家云客户单家处理超 1 万亿 tokens；35 家超过 10 万亿 tokens 合作伙伴售出 seats 同比增长 9 倍	Bedrock 客户支出环比增长 170% 26Q1 token 处理量超过此前所有年份总和 Kiro: 开发者环比翻倍，企业用量近 10 倍增长	Azure AI Foundry: 多模型客户超 1 万，开源模型客户 5000 个；300+ 客户预计年内在 Foundry 处理超 1 万亿 token Microsoft Fabric: 付费客户超过 3.5 万，同比增速 60% 近 90% 财富 500 强已用低代码/无代码工具构建 Agent
26Q2	Gemini Enterprise: 近 90% 的《财富》100 强企业正在使用 近 500 家 Cloud 客户过去一年各处理超 1 万亿 tokens，超 2000 家企业各消耗超 1000 亿 tokens	Bedrock: 客户达数十万家，过去 6 个月新增客户超过上线前两年总和 Q2 客户支出超过此前所有季度之和 Kiro: 使用量环比增长至 3 倍	Azure AI Foundry: 客户达 10 万家，收入同比增长超过 1 倍；年化 token 处理量达 1 万亿的客户数同比增长至 4 倍 Agent 365 上线两个月已有近 4000 万个 Agent 注册，覆盖数万家企业

资料来源：Google、Amazon、微软公司公告，浙商证券研究所

2、AI 赋能核心互联网业务，通过更好的推荐系统提高用户和留存，提高电商的成交和广告的转化率。

1) 更好的推荐匹配效率提高用户留存和时长，为互联网平台带来流量：Meta 在业绩会上表示，凭借更好的推荐系统，Facebook 视频观看时长全球同比增长 9%、Instagram 使用时长同比双位数增长。

2) AI 升级广告平台/购物体验，赋能平台核心主业。如 Google 搜索广告、Meta 广告和 Amazon 的购物助手。

表3：三大科技巨头 AI 赋能核心业务（广告/电商）成效显著

	Google	Amazon	Meta
25Q3	Google 搜索广告量价齐升：付费点击率增长 7%、cpc 同比增长 7%。 AI Overview 已经覆盖超过 20 亿用户 AI Mode: 7500 万 DAU AI Max（搜索广告平台）：转化价值提高 12%	AI 购物助手 Rufus，2.5 亿活跃用户，MAU yoy140%，带来超过 100 亿美元增量年度销售额，用户用 rufus 完成购买的可能性高出 60%。	广告总展示次数+14%（用户和参与度增加导致）。 平均每广告价格+10%（需求增加，广告性能改善驱动）。 通过端到端 AI 驱动广告工具 ARR 超过 600 亿美元。
25Q4	搜索：AI 驱动活跃度提升 AI Overview 和 AI Mode：用户活跃度和查询量增加；美国地区 AI Mode 用户查询量相比于刚推出时翻倍。 Gemini 3 整合到 AI Mode 搜索后提升了用户查询理解能力，也优化了交互体验。	2025 有大约 3 亿客户使用 Rufus。使用 Rufus 的客户完成购买的可能性要高出 60%。	广告展示总数同比增长 18%； 每条广告的平均价格同比增长 6%。 25H2 Facebook 匹配效率提升带来广告收入增量是 Ad load 增量的四倍。
26Q1	AI Overviews 和 AI Mode：推动 Search 查询量创新高 Maps promoted pins 相关性提升近 10% 超 30%客户搜索广告支出使用 AI-enabled campaigns	Rufus MAU 同比增长超 115%，互动同比增长近 400% Amazon Ads 收入 172 亿美元，同比增长 22% 近 20%与 Rufus 品牌 prompt 互动用户继续对话	广告展示总数同比增长 19%，平均广告价格同比增长 12% 推荐系统升级带来 Instagram 用户交互序列长度翻倍，Facebook 视频观看时长环比增 8% 落地页浏览广告的转化率提升超 6% 自适应排序模型的覆盖范围扩展至支持站外转化，带动 Facebook 与 Instagram 主流广告位的转化率提升 1.6%。 LPV ads 转化率提升超 6%
26Q2	AI Mode: MAU 超 10 亿 Shopping Ads: 高相关广告展示能力提升 20% AI Max: 已获 50 万广告主采用 AI Max/Pmax: 在相同 ROAS 下平均提升 15%的转化量或转化价值	Alexa for Shopping 活跃用户接近翻倍、互动量同比增长超 5 倍，使用者平均订单金额高出 40%以上 Ads Agent 使 CPM/CPA 分别降低 8%/6%	AI 广告模型推动 Facebook 广告点击量提升 8.3%、转化量提升 15.7% Advantage+年化收入超 750 亿美元，使用 GenAI 广告创意工具的中小企业超 900 万家

资料来源：Google、亚马逊、Meta 等公司公告，浙商证券研究所

3) AI 为平台生态提供高效的工具，如 AIGC 工具、AI 客服等。Google 生成式媒体模型继续放量，Lyria 3 已生成超 1.5 亿首歌曲、Nano Banana 2 生成图片达 10 亿张；Meta 超

过 900 万广告主使用至少一种 GenAI 广告创意工具，其中图片生成功能采用量环比翻倍以上；Amazon 企业 Agent 工具落地加速，Transform 已节省超 156 万小时人工迁移和现代化工作

此外，微软和 Amazon 也都推出了 AI Coding 产品，Meta 投入 AI 硬件，如 AI 眼镜等产品。

- 微软：GitHub Copilot 用户达到 5000 万；26Q2 正式引入按使用量计费后，Business 及 Enterprise 席位继续增长，并开始贡献显著消费收入，Copilot 收入环比增长超过 60%；目前 GitHub 约三分之一的 Pull Request 已有 Agent 参与。
- 亚马逊：Kiro 由 IDE 进一步扩展为覆盖手机、桌面、命令行和网页的 AI Coding Agent，单位成本较同类产品最高低 50%；26Q2 使用量环比增长 3 倍。

2.4 核心主业和云业务强大的现金造血能力是资本开支的保障

Google、微软、亚马逊自由现金流 26Q2 同比减少主要系目前行业处于资本开支增速快于收入增速阶段，现金流和损益表承压；待到收入增速超过资本开支增速阶段，云厂将会迎来现金流改善、盈利能力提升。

现阶段北美云厂主要靠核心业务和具备高盈利能力的云业务保障持续的资本开支投入。北美云厂虽然云业务景气度高、盈利能力强，现金回收能力强，但是资本开支增速更快；Google、微软、亚马逊及 Meta 自由现金流 26Q2 同比减少。AWS 和微软智能云的经营利润率在 40% 附近，Google 云随着规模效应的释放其经营利润率逐季提升，26Q2 其经营利润率再创新高，达到 35.6%。

谷歌：谷歌 26Q2 季度自由现金流为 -58.55 亿美元，同比下降 210.5%，环比下降 157.88%，低于彭博一致性预期 349.5%。

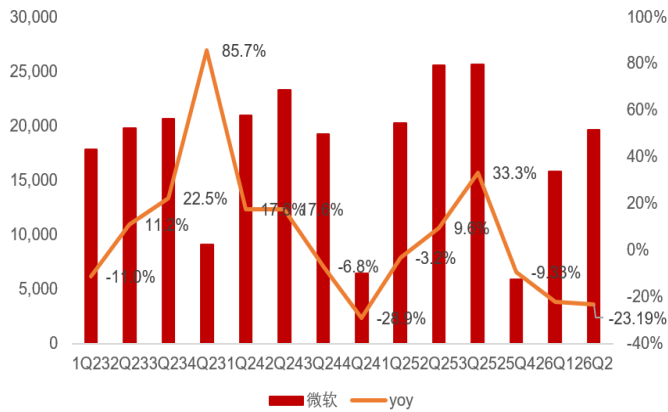
微软：微软 26Q2 季度自由现金流 196.39 亿美元，同比下降 23.2%，环比上升 24.27%，高于彭博一致性预期 31.6%。

亚马逊：亚马逊 26Q2 季度自由现金流 -76.04 亿美元，同比下降 141.8%，环比下降 717.21%，低于彭博一致预期 350.6%。

Meta：Meta 26Q2 季度自由现金流 7.84 亿美元，同比下降 90.8%，环比下降 93.67%，超出彭博一致性预期 164.5%。

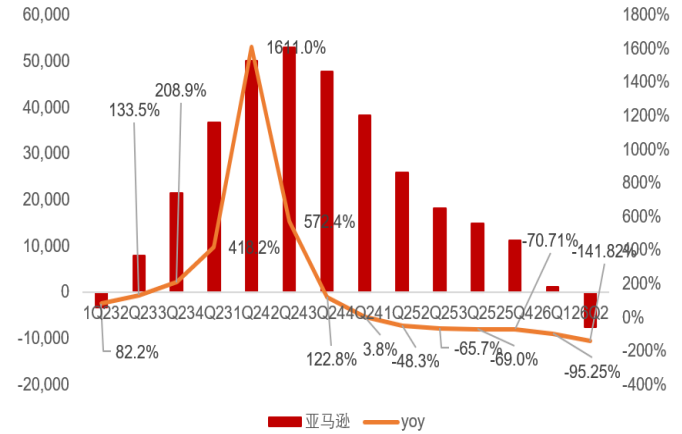


图7： 微软公司自由现金流增量（单位：百万美元）



资料来源：微软财报，浙商证券研究所

图8： 亚马逊公司自由现金流增量（单位：百万美元）



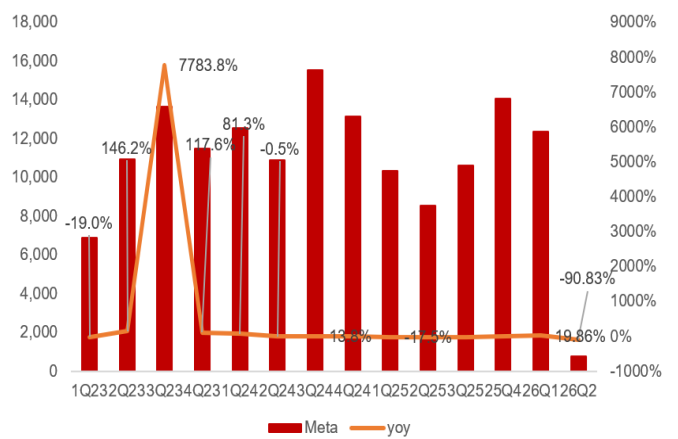
资料来源：亚马逊财报，浙商证券研究所

图9： 谷歌公司自由现金流增量（单位：百万美元）



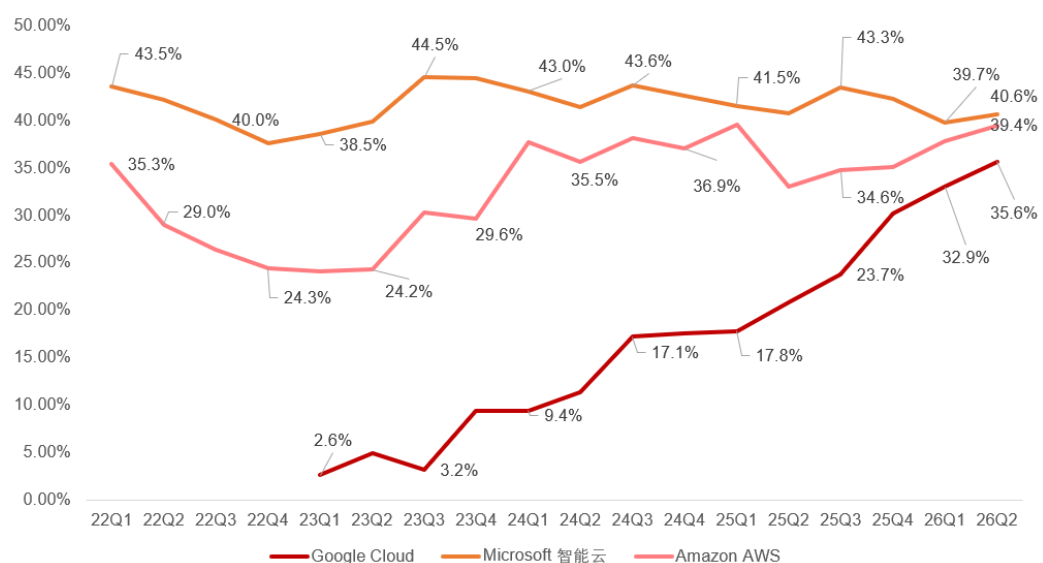
资料来源：谷歌财报，浙商证券研究所

图10： Meta 公司自由现金流增量（单位：百万美元）



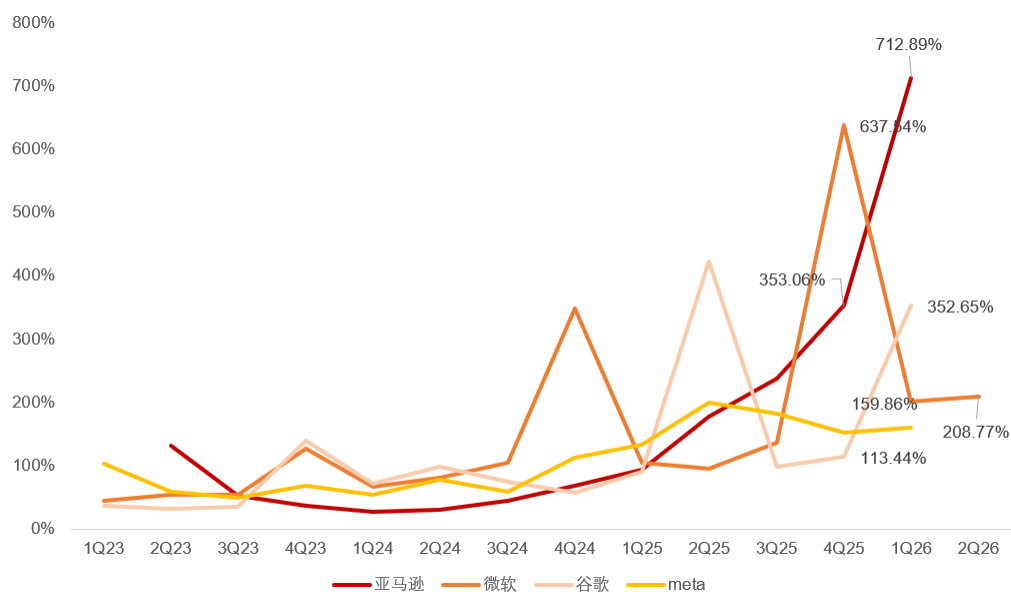
资料来源：Meta 财报，浙商证券研究

图11：北美云厂商云业务经营利润率



资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

图12：北美云厂商资本开支占自由现金流比率



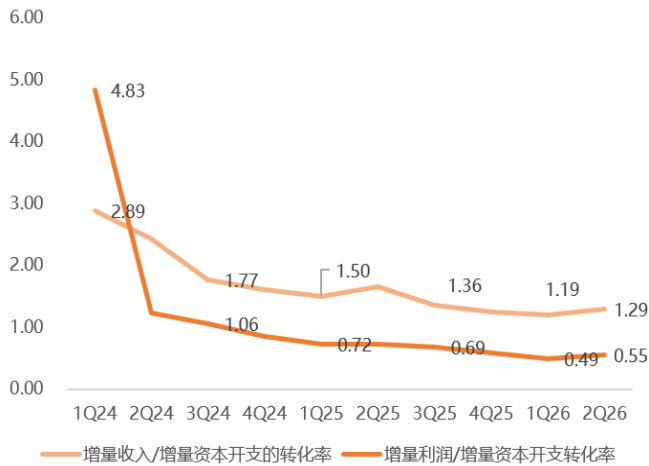
资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

图13：北美云厂商股价走势图（2025 年 8 月-2026 年 8 月）



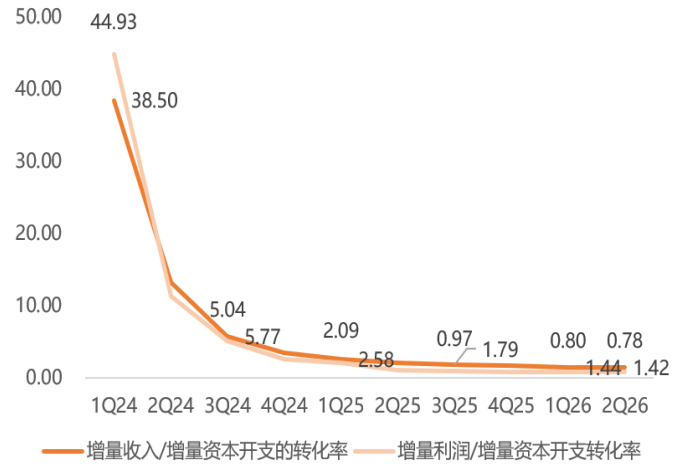
资料来源：Bloomberg、浙商证券研究所

图14: 微软边际 ROI 变化



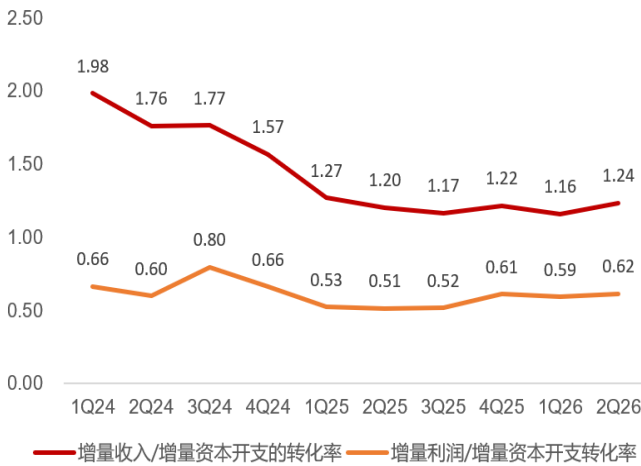
资料来源：微软财报，浙商证券研究所

图15: 亚马逊公司边际 ROI 变化



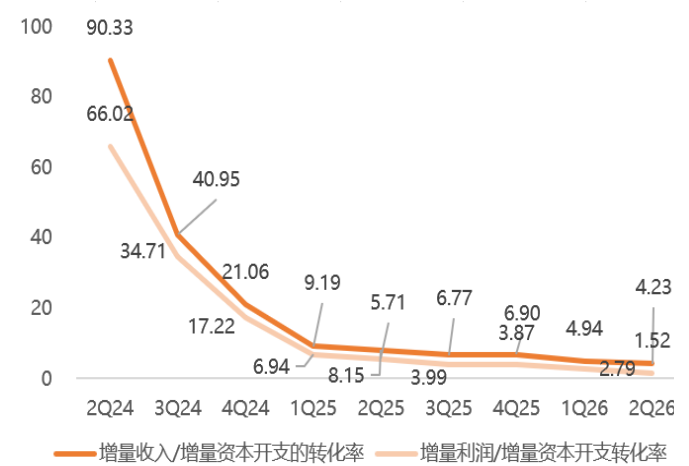
资料来源：亚马逊财报，浙商证券研究所

图16: 谷歌公司边际 ROI 变化



资料来源：谷歌财报，浙商证券研究所

图17: Meta 公司边际 ROI 变化



资料来源：Meta 财报，浙商证券研究

表4: 北美云厂商盈利预测与估值（单位：百万元）

证券代码	证券名称	股价 (单位：美元)	2025 Adj.净利润	2026 Adj. 净利润	2027 Adj. 净利润	2025 PE	2026 PE	2027 PE
AMZN US	Amazon	284.02	659868	1046545	905298	31.4	19.8	22.9
GOOGL US	Google	373.51	943790	1635572	1286250	32.7	18.8	24.0
META US	Meta	590.24	549970	631089	696702	18.5	16.1	14.6
MSFT US	微软	487.65	719029	856848	988971	34.0	28.5	24.7

资料来源：Bloomberg，浙商证券研究所

备注：数据截至 2026/8/3 日收盘，盈利预测与估值统一使用 Bloomberg 一致预期

3 风险提示

1、产业竞争加剧：科技巨头争相投入资本开支抢市场份额，如果出现某个厂商发起价格战，则可能在某个阶段全行业增收不增利。

2、AI 应用商业化落地不及预期：目前仍处于 AI 产业发展初期，MoE 模型的发展一定程度降低了大模型的使用门槛，但 AI 应用商业化落地仍需较大的资本开支投入，在短期 AI 应用商业化落地有可能不及市场预期。

3、翻译不完整可能导致信息误解、合规风险或安全隐患，请务必确保翻译覆盖核心信息并经复核。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 买入：相对于沪深 300 指数表现 + 20% 以上；
2. 增持：相对于沪深 300 指数表现 + 10% ~ + 20%；
3. 中性：相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 之间波动；
4. 减持：相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

1. 看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 + 10% 以上；
2. 中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% ~ + 10% 以上；
3. 看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 - 10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论。

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。本公司的资产管理公司、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海总部地址：杨高南路 729 号陆家嘴世纪金融广场 1 号楼 25 层

北京地址：北京市东城区朝阳门北大街 8 号富华大厦 E 座 4 层

深圳地址：广东省深圳市福田区广电金融中心 33 层

上海总部邮政编码：200127

上海总部电话：(8621) 80108518

上海总部传真：(8621) 80106010

浙商证券研究所：<https://www.stocke.com.cn>